

# 国际货币基金组织与国际资本流动管理\*

熊爱宗

**〔摘要〕**全球金融危机爆发后,国际货币基金组织对待国际资本流动的态度有所改变。这主要表现在其开始肯定资本管制的作用,并逐步建立起关于资本流入管理、资本流出管理、国际资本流动政策协调等一系列管理框架。在此基础上,基金组织开始重新考虑其在2005年提出的统一的资本自由流动框架。总体上,各国对于基金组织的资本流动管理框架表示欢迎与支持,但是对于基金组织提出的资本流动管理措施的启用条件、实施次序以及对于资本来源国的政策溢出管理等仍有所保留。这要求基金组织进一步完善其政策管理框架,从而使得各国最大程度享受资本流动带来的好处,降低其负面影响。

**关键词:** 国际货币基金组织 资本流动管理 资本管制

**JEL 分类号:** F32 F53 G32

随着经济全球化的不断推进,国际资本流动日趋活跃。然而国际资本流动是把“双刃剑”。一方面,资本流动有利于分散全球投资风险,促进资源在全球范围的优化配置,同时对于单个经济体来说,资本流入可以弥补国内资金短板,促进金融市场的发展等。然而另一方面,资本流动并不总是伴随着以上好处的发生,特别是对于新兴市场经济体,大规模资本流入与流出往往伴随一些不愉快甚至是悲惨的记忆:20世纪70年代末80年代初国际资本的大规模流入与流出造成了拉美债务危机;1995年底至1998年国际资本对东亚的大规模流入为亚洲金融危机埋下了火种;2006年底至2008年中期国际资本的大规模流入则成为新兴市场经济体经济过热、资产价格严重泡沫的主要根源。在当前主要经济体货币政策严重分化的情况下,新兴市场经济体再次面临国际资本流动动荡的现实威胁。为应对大规模资本流入与流出,新兴经济体不得不绷紧神经,作为重要的应对措施,一些国家不得不借助资本管制措施。

长期以来,基于华盛顿共识,国际货币基金组织(IMF,之后简称“基金组织”)一直积极推动国际资本流动的自由化。然而2008年全球金融危机爆发后,基金组织对待资本管制的态度开始有所转变。在2010年4月期的《全球金融稳定报告》中,基金组织指出新兴市场经济体再次面临资本流入的快速上升,其国内政策也因此受到挑战,因此,在必要时可以考虑施加资本管制(IMF,2010a)。在此基础上,基金组织相关部门不断研究,提出新的国际资本流动管理框架。本文希望在对相关管理框架进行梳理的基础上,提出未来进一步完善的建议。

## 一、国际货币基金组织资本流动管理框架的演变

### (一)国际货币基金组织对待资本流动管理态度的转变

从布雷顿森林体系建立一直到目前,国际社会对资本流动的态度经历了从管制到放松再到倾

\* 熊爱宗,中国社会科学院世界经济与政治研究所,国际经济与战略研究中心,助理研究员,经济学博士。本文受到国家社会科学基金重大项目“全球经济治理结构变化与我国应对战略研究”(14ZDA081)的资助。

向管制的历史轮回,这种态度的转变与当时特定的经济环境、经济思潮、重要国家的立场密切相关(Gallagher,2011a)(表1)。

表1 资本管制的历史转变

	布雷顿森林体系	1970~2000	全球金融危机
政府理念	嵌入自由主义	新自由主义	自由主义变体
经济思想	不可能三角	新古典主义	宏观审慎管理
美国态度	对资本管制态度宽松	反对资本管制	某些情况下允许资本控制
IMF 态度	支持资本管制	对资本管制态度冷淡	支持资本管制

资料来源:Gallagher(2011a)。

在着手进行战后国际货币制度设计时,凯恩斯强调为了充分就业和国际收支平衡可以对资本施加管制。在国际清算联盟的建议书中,凯恩斯曾建议资本流动管制应该成为战后货币体系的永恒特征(Moggridge,1980),尽管这一建议和怀特计划多少有些出入,但最终仍获得了美国的同意。时至今日,这一点在仍可在国际货币基金组织协定中找到影子,该协定第六条规定,基金组织成员国在一定条件下可实施适当管制。

凯恩斯的坚持将资本管制引入国际货币体系,而布雷顿森林体系建立后的形势发展则为资本管制铺平了道路。内嵌自由主义(Embedded Liberalism)是布雷顿森林时期影响国际经济活动的主要观念,与20世纪30年代经济国家主义和金本位时期自由主义的不同之处在于,内嵌自由主义更强调多边框架下的国内干预(Ruggie,1982),这为布雷顿森林体系时期在多边国际组织下加强资本管制提供了思想指导。固定汇率制度的实施也要求各国必须对资本账户施加管制,三元悖论预示,在固定汇率下,如果不施加资本管制,货币政策的独立性是无法做到的(Krugman,1999)。因此,在这一时期,美国、基金组织对资本管制都持支持态度。

从20世纪70年代开始,资本管制开始出现松动。这一时期,新自由主义(Neoliberalism)替代内嵌自由主义成为经济活动的指导法则,各国特别是发达经济体开始逐步降低国家对经济活动的干预。此时全球经济治理的“目的就是促进贸易自由、资本流动和跨国公司进入世界市场的自由”,“全球经济应当按照新古典经济学的政策建议加以管理,而管理的规章要以市场原则为基础”(吉尔平,2006)。在这一原则的指导下,各国逐步放松资本管制,推行资本账户自由化,这既包括发达国家(Bakker and Chapple,2002),也包括部分新兴和发展中国家(Tseng and Corker,1991)。从这一时期开始,美国反对资本管制,受其影响国际货币基金组织也开始加大对于资本账户自由化的推动。

也正是从这一时期开始,在金融全球化和自由化的推动下,国际资本流动规模逐渐增大,全球金融风险陡然增加。然而作为国际货币体系最重要的管理和监督机构,国际货币基金组织不但未能对资本流动做出有效管理,反而成为资本自由流动最直接的推手。这直接导致了金融危机的频繁爆发。亚洲金融危机和美国金融危机的爆发令世界开始重新审视资本流动,前者使得发展中国家不再对资本自由流动盲目崇拜,而后者则令发达经济体对资本自由流动有所警悟,各方开始意识到由于缺少一个管理和监督国际资本流动的框架,资本流动正为全球经济稳定带来严峻的挑战(IMF,2010b)。

在这一背景下国际社会对资本管制的态度再次发生转变。2008年全球金融危机重创了新自由主义的全球治理理念,而发展中国家(如中国、印度、巴西等)的发展模式开始受到认可,这些国家不愿推行资本账户自由化甚至还会施加暂时或永久性的资本管制,但是都无一例外地实现了强劲的经济增长(Gallagher,2011a)。这也为其他国家重新审视资本流动提供了一扇窗口。同时,新古

典主义由于过分相信市场被证明也会造成经济的不稳定性,而逐渐让位于宏观审慎管理。美国和基金组织对待资本管制的态度也有所松动。

2009年12月,国际货币基金组织前第一副总裁约翰·利普斯基(John Lipsky)在日本协会(Japan Society)发表演讲指出,面对资本流动的突然急剧增加,可以考虑施加资本管制(Lipsky,2009),这是基金组织近几十年来首次对资本管制做出正面回应。随后,基金组织在其《全球金融稳定报告》中对资本管制做出正式表态。在这份报告中,基金组织指出新兴市场经济体再次面临资本流入的快速上升,其国内政策也受到挑战,为此,其建议应首先实施宏观经济政策和审慎监管政策,如果这些政策仍不充分,则可以考虑施加资本管制(IMF,2010a)。资本管制虽然仅仅是基金组织作为应对资本流入的后援工具,但是这已经显示出其对资本管制态度的巨大变化。因为不到两年之前,基金组织仍对资本管制持怀疑态度:“当资本流入持续不断时,……加强资本管制似乎也不会收到更好的效果”,“总体说来,大多数国家对资本流入的管制并不能对资本流动净额产生影响。即使有时候在较小的范围内达成了某些目标,资本管制也只能起临时性的作用,因为市场参与者最终会找到种种办法来绕开管制”(IMF,2007)。

促使国际货币基金组织态度发生转变的一个重要原因是,其全球金融危机之后的研究发现资本流动并不总是带来益处,而资本管制也并不总是带来负面效应。国际货币基金组织研究处的Ostry et al.(2010)通过实证研究发现,一国流入的债务类资本和金融类直接投资越多,在本轮金融危机中经济状况表现就越差,说明这两类资本流动的风险性很大;而在资本管制方面,实证结果显示总体上有管制的国家比没管制的国家经济表现要好,通过施加资本管制可以避免由于金融脆弱性导致的经济急剧恶化。因此,一些针对特定资本流动的资本管制可以作为审慎监管的有效补充,从而可以成为限制金融脆弱性工具包的一部分。

因此,从布雷顿森林体系建立至今,国际货币基金组织对待资本管制的态度经历了从认可到反对再到倾向支持的转变,这背后既有经济思潮不断演化的影响,同时也与美国对待资本管制的态度有关。然而,随着世界经济多元化的发展,新兴和发展中国家逐渐成为全球经济增长的引擎,以中国、印度、巴西等国为代表的发展中国家对于全球经济的影响力不断提高,对于资本管制,这些国家大都持赞同态度并以此来确保国内政策的独立性,这也成为近期基金组织态度转变的一个重要因素(Gallagher,2011a)。

## (二)国际货币基金组织资本流动管理框架的演变

最初,国际货币基金组织并没有一个管理或监督国际资本流动的普遍框架。基金组织建立初期对资本流动持负面态度,认为投机性资本流动正是二战前金融体系不稳定的根源。与此同时,各成员国也维持着广泛的资本管制措施。

伴随着20世纪70年代世界经济和金融体系的变化,国际货币基金组织对于资本流动的态度也发生改变。一个突出的表现是通过修改基金组织协定,为国际资本流动“松绑”。1978年国际货币基金组织完成第二次基金组织协定修订,在其第四条中指出,国际货币体系的主要目的除了为商品和服务提供一个便利交易的框架外,促进国家之间的资本流动也被纳入其关注目标(IMF,2010b)。这表明基金组织促进国际资本流动,将资本流与贸易流同等对待的意向。然而,基金组织协定第六条仍规定,成员国可以在一定情况下对国际资本流动进行管制,这成为推动资本自由流动最后的障碍。

20世纪90年代,国际货币基金组织着手进行基金组织协定的第三次修订,在资本流动方面试图将基金组织促进资本账户自由化的作用机制化。1997年9月在中国香港召开的国际货币基金组织和世界银行年会上,基金组织临时委员会提交了两条有关促进资本流动的建议(IEO,2005)。第一,对国际货币基金组织协定第一条进行修改,将促进资本流动的自由化列入基金组织的宗旨之中。第二,对国际货币基金组织协定第六条进行修改,在资本账户管制上赋予基金组织更

大的裁量权,成员国除非得到基金组织的允许,否则将被禁止对任何类型的国际资本流动施加管制。然而这次改革并未成功,一个重要原因是伴随亚洲金融危机的爆发,很多关键成员都不愿放弃在资本流动管理领域的主权(IMF,2010b)。

与贸易流相比,国际货币基金组织关于资本流动的管理仍然是有限的。国际货币基金组织协定第八条第2款为成员国规定了避免实施限制措施的一般义务,“未经基金组织同意,各成员国不得对国际经常性交易的支付和资金转移实行限制”。但是第六条第3款也规定“成员国可以采取必要的管制,以调节国际资本流动”。因此,基金组织关于国际资本流动的管理职能仍是十分有限的,成员国监管国际资本流动的权利仍然是不受限制的(IMF,2012b)。

表2 国际货币基金组织协定中与资本流动管理相关的条款

条款	内容
第四条第1款	鉴于国际货币制度的根本宗旨是提供一个促进国与国之间货物、服务和资本的交换以及保持经济健康增长的框架,且主要目标之一是确保金融和经济稳定所必要的有序基础条件得以持续发展,因此,各成员国应承诺与基金组织和其他成员国合作,以保证有序的汇兑安排,并促进形成一个稳定的汇率制度。
第六条第1款(a)	除本条(第六条)第2款规定的情况外,成员国不得使用基金组织普通资金作为大量或长期的资本输出之用。基金组织可以要求成员国实行管制,以防止对基金组织普通资金作如此使用。如成员国接到此项要求后不采取适当管制,基金组织可以宣布该成员国无资格使用基金组织的普通资金。
第六条第3款	成员国可以采取必要的管制,以调节国际资本流动,但这种管制,除第七条第3款(b)项及第十四条第2款规定外,不得限制经常性交易的支付或者不适当地阻滞清偿债务的资金转移。
第七条第3款(b)	根据上述(第七条第3款)(a)项所作的正式宣告,亦是授权任何成员国,在与基金组织协商后,暂时限制稀少货币的自由汇兑。依照第四条和附录C,该成员国应有全权决定此项限制的性质。但此项限制,仅以使对稀少货币的需求能与该国已有或应有的供给相适应为限。一旦条件允许,应尽快放宽或解除限制。
第八条第2款(a)	除第七条第3款(b)项及第十四条第2款的规定外,未经基金组织同意,各成员国不得对国际经常性交易的支付和资金转移实行限制。
第十四条第2款	已经通知基金组织准备按本规定采用过渡性安排的成员国,可维持并根据情况的变化调整其在加入基金组织时对国际经常性交易的付款和资金转移已经实施的各项限制,尽管本协定其他条文作了有关规定。然而,成员国应不断在其外汇政策中注意基金组织的宗旨。一旦条件允许,应即采取各种可能的措施,与其他成员国建立各种商业上和金融上的安排,以促进国际支付以及稳定汇率制度的建立。特别是,成员国一旦确信在不实行此类限制的情况下能够解决本身国际收支问题,且解决方式又不妨碍其使用基金组织的普通资金时,则应立即取消依据本款实行的限制措施。

资料来源:国际货币基金组织协定(2011年版)。

## 二、针对国际资本流入的初步管理框架

国际货币基金组织首先针对国际资本流入提出了管理框架。全球金融危机爆发后,面对大规模的国际资本流入,国际货币基金组织强调应利用多种政策组合管理,而非简单地考虑是否施加

资本管制,除资本管制外,宏观经济政策、审慎监管政策也是基金组织重要的应对工具,它们共同构成了基金组织资本流动管理的政策操作框架(Ostry et al.,2010;Ostry et al.,2011a;Ostry et al.,2011b;IMF,2011a)。

Ostry et al.(2011b)认为资本流入对一国经济的影响主要通过两条渠道。第一是宏观经济渠道的影响,这表现在当资本急剧流入时将会引起该国货币升值、外汇储备积累、冲销干预增加以及货币和财政政策受到影响等。第二是金融渠道的影响,主要表现为资本急剧流入造成一国对外负债过多,无论是通过本国居民直接从国外借贷,还是以本国银行为中介进行的借贷,都将造成本国金融体系脆弱性上升。

针对以上两种影响渠道以及可能产生的影响,基金组织提供了三种可供选择的工具——宏观经济政策操作、宏观审慎监管操作和资本管制,在不同情况下通过特定政策或政策组合对资本流动进行管理。这些政策具体操作为:第一,当资本流入是通过宏观经济渠道影响本国经济时,应首先考虑通过宏观经济政策操作来降低资本流入的影响。例如当资本流入对本国货币形成升值压力时,如果本币正好处于币值低估状态,那么可以通过允许本币升值来应对资本流入。而如果宏观经济政策的实施会影响本国经济的稳定与发展,则可考虑通过资本管制限制资本流入。第二,当资本流入通过金融渠道影响本国经济和金融稳定时,应首先考虑通过宏观审慎监管来应对资本流动。例如当居民通过本国银行体系借入过多外币资本从而对本国经济产生负面影响时,应首先考虑通过加强对本国银行体系的审慎监管来防范资本流入风险。但是,若本国居民从国外直接借贷或不是通过国内银行进行借贷,宏观审慎监管可能失去效力,此时就可以考虑通过资本管制来限制资本流入。因此,基金组织对于资本流动管理的整体原则是,根据资本流入的影响渠道不同,首要的应对措施应该是各个渠道内的政策反应,只有当渠道内政策无效或会对本国经济产生不利影响时,才可以考虑使用资本管制措施。

#### (一)宏观政策操作

在宏观经济渠道,资本急剧流入涉及的经济状态变量主要有三个:第一是汇率状态,本币处于币值低估还是高估还是均衡汇率状态;第二是国际储备状态,本国的国际储备资产是否充足,这涉及到储备资产增长是否合意的问题;第三是经济运行状态,本国经济过冷还是过热还是处于均衡状态。与此相对应,在政策操作上也主要涉及三大类政策,包括汇率政策(是否升值)、国际储备政策(是否允许储备资产不断累积)、经济调控政策(货币政策、财政政策)等。当资本急剧流入时,可根据不同的经济状态选择不同的政策操作(IMF,2011a)。

图1展示了在不同经济状态下应对资本流入的宏观经济政策操作。三个圆圈表示的经济状态依次为汇率非低估、国际储备充足、经济过热,例如状态b所表示的经济情况就是汇率处于非低估状态,国际储备完全充足,但是经济处于非过热(过冷)状态。三种状态组合共衍生出7种不同情况,每种情况应对资本流入的政策选择依次为:

状态a:汇率非低估、经济非过热、储备非充足

政策选择:在这种情况下由于经济处于过冷状态,可通过降低利率或者混合型扩张性政策来降低资本流入的吸引力;由于国际储备资产并不充足,此时可通过资本流入达到储备资产积累的目的,但是应该通过非冲销干预以防止汇率升值,同时刺激经济。

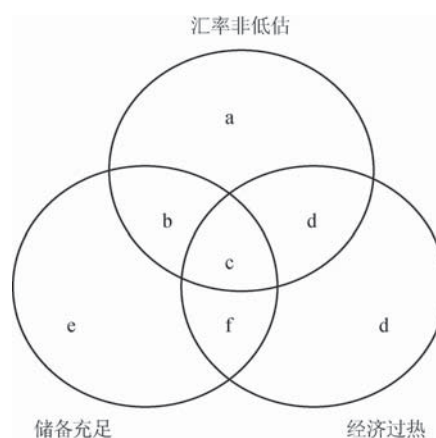


图1 资本流入下的宏观经济政策操作  
资料来源:IMF(2011a)。

状态 b: 汇率非低估、经济非过热、储备充足

政策选择: 在这种情况下由于经济处于过冷状态, 可通过降低利率或者混合型扩张性政策来降低资本流入的吸引力; 由于储备资产充足和汇率非低估, 所以此时的政策操作是尽量避免资本的急剧流入。

状态 c: 汇率非低估、经济过热、储备充足

政策选择: 在这种情况下, 没有任何工具可操作来抵制资本流入, 唯有实施资本流动管理措施。

状态 d: 汇率非低估、经济过热、储备非充足

政策选择: 此时由于储备非充足, 可通过允许资本流入以达到储备资产积累的目的, 在经济过热的情况下为避免汇率升值, 应进行冲销式干预。

状态 e: 汇率低估、经济非过热、储备充足

政策选择: 在国际储备充足的情况下, 应避免资本流入再次造成储备资产积累。此时可允许本币升值应对资本流入, 同时降低利率或实施混合性扩张政策抵制资本流入并刺激经济。

状态 f: 汇率低估、经济过热、储备充足

政策选择: 储备充足无需资本流入, 经济过热使得政策无扩张空间, 唯有以本币升值来应对资本流入。

状态 g: 汇率低估、经济过热、储备非充足

政策选择: 储备非充足, 应通过资本流入促进储备资产积累, 由于汇率低估可允许本币升值, 为防止经济继续过热应进行冲销操作。

## (二) 宏观审慎监管政策

宏观审慎政策(Macroprudential Policy)是指通过审慎工具来防范系统性或系统范围的金融风险, 以此来降低关键金融服务领域发生混乱的概率(FSB, 2011)。因此, 宏观审慎监管的范围着眼于整个金融体系而非单个金融机构, 加强对资本流动的宏观审慎监管目的就是避免资本流入造成整个经济系统的金融脆弱性上升。不过在此之前, 必须对资本流入的渠道进行识别, 当资本经由国内可受监管的金融机构流入时, 宏观审慎监管才能发挥效力, 而如果资本是通过国内居民直接借贷完成流入时, 此时只能通过施加资本管制。以下看资本经由这两种渠道流入的政策反应(Ostry et al., 2011b)。

### 1. 通过金融中介的资本流入

这又可分为几种情况。第一, 银行部门存在风险过大的外部负债结构。例如过于依赖短期融资进行长期贷款而产生期限错配。作为风险应对, 可以采用审慎工具如基于不同货币类型的流动性要求(currency-dependent liquidity requirements), 也可以采用资本管制如外部借款限额、准备金要求等, 还可以采用二者的政策组合。

第二, 银行部门资产风险过大。这些风险包括与外币贷款相关的信用风险, 由于外币头寸敞口所产生的货币风险, 以及由于银行借贷所造成宏观经济风险。信用风险上升可能来自于借款人的货币错配, 降低这一风险的措施包括: 对银行施加严格的外币交易监管, 如征收较高的外币贷款资本金要求, 也可通过资本管制如直接禁止外币借贷或是采用限额管理等。货币风险主要来自于银行自身的货币错配, 应对的措施包括收紧外币敞口头寸限额、提高外币流动性要求等。宏观经济风险主要是指由于资本流入所造成的银行信贷扩张以及由此带来的资产价格快速上涨。针对信贷扩张, 宏观审慎政策应对包括同步或差异性提高本币或外币负债的准备金要求、提高特定类型贷款资本充足率的风险权重、收紧贷款分类原则等等。针对资产价格快速上涨, 可实施的审慎政策包括逆周期的资本金要求、降低贷款价值比、提高保证金要求等等。

## 2. 绕过监管金融机构的资本流入

这部分的资本流入主要是国内的非金融实体(如企业和家庭)引致的,这包括三类风险。第一,非金融实体持有风险较大的外部负债结构,例如持有外币标价债务特别是短期债务过多。第二,私人非金融实体承受较大的货币风险,主要由无对冲的外币借贷造成的。第三,非金融机构对外直接借款造成资产价格上涨甚至泡沫风险。由于以上资本流入均是通过不受监管的非金融机构直接完成,宏观审慎监管难以发挥作用,此时只能通过资本管制来限制资本流动。

### (三) 资本管制

资本管制(Capital Control)一词尽管被广泛使用,但是目前并没有一个普遍接受的定义,宽泛地讲其是指覆盖范围广泛的影响国际资本流动的官方措施(IMF, 2010b)。为防止资本管制的滥用,国际货币基金组织提醒注意以下几点(Ostry et al., 2010; Ostry et al., 2011a)。第一,资本管制只能作为应对资本急剧流入的最后措施,也即一国在实施资本管制之前至少应确认所有宏观经济政策已经实施到位。第二,避免资本管制造成新的扭曲,应极力避免“好”的资本流入由于管制受到抑制,而本该抑制的“坏”的资本却由于规避措施而继续流动。第三,注意资本管制的多边影响。对一国有益的资本管制,却又可能危及全球经济的发展,管制也可能引发“传染效应”,从而对金融一体化和全球化造成冲击。

在此基础上,国际货币基金组织对一国实施资本管制做出以下原则指导。第一,直接管制还是间接管制?直接管制也称行政管制或基于数量的管制,主要是指通过直接禁止、数量限额或审批程序等来限制资本交易以及与之相关的资本支付和转移活动。间接管制也称基于价格或市场的管制,是指通过提高交易成本来限制资本流动以及相关的交易活动(Ariyoshi et al., 2000)。基金组织指出在同样情况下,价格管制比数量管制更优一些,因为价格管制更加透明,同时可以避免被任意执行,一个一般化的“拇指规则”(Rule of Thumb)是,基于价格的管制措施在一般情况下应优先执行,而对于金融部门出于审慎目的管制,则可以采用行政管制措施,但前提是这种行政管制应该是透明且基于规则的(Ostry et al., 2011b)。

第二,资本管制施加特定资本流动还是总量资本流动?这要看资本流动的影响渠道。国际货币基金组织建议如果资本流动主要通过宏观经济渠道影响一国经济,例如资本流入造成一国货币升值压力,那么应该宽泛地对所有类型资本流入施加总量管制,而如果资本流动主要影响一国的金融稳定,那么资本管制应该定向施加到那些风险性最大的资本流动类型上(Ostry et al., 2011b)。

第三,基于居民的资本管制还是非歧视性资本管制?基于居民的资本管制是指对不同居民的跨境资本活动实行歧视性差别待遇,例如对非居民购买央行票据收取更高费用、对非居民存款实行更高的准备金要求、对股票和债券资本流入征税等。与此相对应的是无歧视性的资本管制,例如提高外币存款准备金要求而不管其是居民还是非居民持有,对投资央行票据设定最低持有期限等。对此,基金组织给出的建议是应首先实行无歧视性资本管制,只有当这些措施无效或无法实施时,才可以采取基于居民的歧视性资本管制(IMF, 2011a)。

第四,暂时性还是永久性资本管制?在宏观经济渠道,一般只施加暂时性资本管制,而如果面临资本长期大幅持续流入,此时不应该施加资本管制而是应该对国内经济进行调整(Ostry et al., 2010)。例如当资本流入造成汇率出现暂时性升值压力时,可通过临时性资本管制抵消这种压力,而如果这种升值压力是长期的,则应该通过其他渠道来解决(长期的升值压力说明汇率也许是低估的,所以不能再通过资本管制抑制升值而是应该允许汇率升值到均衡汇率水平)。而在金融渠道,无论是暂时性资本流入还是永久性资本流入都有可能对金融稳定造成调整,所以此时就可以根据资本流入的情况施加暂时性或永久性的资本管制。

### 三、针对国际资本流动的全面管理框架

在上述工作的基础上,2011年9月,国际货币基金组织理事会国际货币与金融委员会要求基金组织“依据各国的经验教训,进一步开展工作,制定综合、灵活和均衡的资本流动管理方法”<sup>①</sup>。随后,基金组织不但进一步完善了资本流入管理框架,也提出资本流出管理框架。同时考虑到资本流动管理的国际溢出影响,进一步加强了资本流动管理的国际协调。

#### (一)对资本流入管理框架的完善与补充

国际货币基金组织(IMF,2012b)指出,大规模资本流入管理政策选择依赖于一国特定因素,其决定了政策的可行性和有效性。但是总体上,基金组织仍认为资本流动管理措施不能替代宏观经济政策,其实施只是暂时性的,一旦条件成熟,资本流动管理措施应该逐步退出。

新的资本流入管理框架对于资本流动管理措施的使用条件稍微有些修改,增加了可以使用资本流动管理措施的两种情形(IMF,2012b)。第一,当政策实施需要一定时间或者宏观经济政策效果发挥需要一定时间时,可以暂时性地使用资本流动管理措施以便宏观经济政策实施并最终发挥作用。第二,如果大规模资本流入导致金融体系不稳定性风险上升,也可以先实施资本流动管理措施。与资本流动无关的系统金融风险一般可以通过实施宏观审慎政策进行解决,但是如果资本大规模流入导致系统性金融不稳定风险上升,这时应采取资本流动管理措施中的宏观审慎政策来限制资本流入,与此同时推动宏观政策调整和金融部门监管。

新的框架进一步明确了资本流入管制措施的实施原则。基金组织指出选择使用何种资本流动管理措施依赖于该政策的预期效果和效率,资本流入管理措施的设计与执行应具有透明性、针对性、暂时性和无歧视性。具体来看,透明性和针对性是政府部门应就政策目标和具体使用的资本流动管理措施进行充分透明的沟通,以避免对市场 and 公共预期产生过度扰乱。暂时性是指一旦资本流入压力减轻应逐步退出资本流动管理以降低市场扭曲。非歧视性是指资本流动管理措施应尽量避免对居民与非居民的歧视性对待,但是如果不实施歧视性政策将会导致政策失效,那么也应该使用歧视性政策措施。也即基金组织建议尽量不采取资本管制措施,但是如果必要资本管制并不是不可实施。

新框架进一步考虑了资本流动管理措施(以及宏观审慎政策)的退出时机以及如何退出。如果资本流入的规模和波动性有所降低,资本流动管理措施应逐步退出,此时为应对大规模流入可能引发的系统性金融风险,应继续实施宏观审慎政策,但是应该对其政策效果进行评估,以及评估是否有其他政策选择既可以解决审慎关切同时又不会影响资本流动。充分吸取资本大规模流入的经验教训,如果可以证明资本自由化的程度超过了一国经济的可控能力,那么在资本流动管理措施退出之前,应继续推动相关改革以完善国内制度和金融发展,使得资本自由化程度与国内能力建设相匹配。

对资本流出源头国提出了政策建议。国际货币基金组织指出来自发达经济体的国际资本在新兴市场经济体资本流入中居于首要地位,发达经济体的货币政策以及金融监管政策对于这种资本流入产生重要影响。基金组织强调跨国金融机构和跨境流动性创造工具在全球资本流动中的作用不断上升,全球金融机构的国际活动改变了各国(特别是发达经济体)货币政策和市场流动性的关系。为此,基金组织从全球金融机构角度提出了一系列建议,如对于资本金、流动性和监管标准的

<sup>①</sup> Communique of the Twenty-Fourth Meeting of the IMFC: Collective Action for Global Recovery. <https://www.imf.org/external/np/cm/2011/092411.htm>, September 24, 2011.



改革;对金融机构商业模式的限制;更好地监督系统性的非银行机构如影子银行部门;推动对大金融机构的复苏和处置计划(recovery and resolution planning)以及跨境处置等。进一步地,基金组织(IMF,2013)指出应公平地看待资本来源国和资本流动推动因素,应与资本来源国就相关政策对世界其他地区资本流动的影响加强讨论,并考虑采取何种方式将这种政策的溢出效应内部化以及是否存在其他政策来降低这种溢出影响。

## (二)针对资本流出的管理框架

与资本流入相比,大规模资本流出将导致一国金融体系动荡和产出下降,其发生金融危机的概率更高,因此对资本流出进行管理往往是危机预防与危机管理的重要手段。国际货币基金组织对资本流出管理的政策框架主要内容包括(IMF,2012a;2012b;2013;2015):

第一,资本流出管理应主要使用宏观经济和金融部门政策。基金组织认为随着资本流动自由化的发展,一定程度的资本流出波动是正常的,因此,如果没有紧迫的危机威胁,不应使用资本流出管理措施。

第二,只有在危机或接近危机爆发的条件下,才可以使用资本流出管理措施。资本流动管理措施只是一系列广泛政策工具包中的一种,除了资本流动管理措施之外,还包括宏观经济政策、金融部门政策、结构调整政策等,其中后者才能化解危机的根源,而资本流动管理措施只是为这些政策调整提供缓冲空间(breathing space),因此资本流动管理措施在紧急时期是可以提前实施的,但是其只是为其他政策提供铺垫而已。

国际货币基金组织认为应对资本流出的政策组合应考虑各国具体情况,关于宏观经济、金融部门政策、资本流动管理措施的使用建议如下。第一,通过汇率调整吸收资本流出冲击。如果汇率没有低估,则可通过适当的汇率贬值来应对资本流出,但应防止汇率的大幅波动,必要时可使用一定的外汇干预。第二,进行外汇市场干预防止储备下降,但是应考虑干预所引发的成本(损害政策框架的可信性)与收益(降低冲击)的平衡,同时应加强市场沟通。第三,在维持物价稳定的基础上收紧货币政策。第四,实施财政政策干预。一般情况下,中性财政政策将通过自动稳定器效应发挥作用,但是如果政策空间有限或遭遇融资约束,应重建财政缓冲以恢复政策可信性和市场信心。第五,进一步的金融部门政策,通过识别是单个机构还是整个银行体系的风险以此实施针对性的政策。

图2展示了在不同经济状态下应对资本流入的宏观经济政策操作。三个圆圈表示的经济状态依次为汇率低估、国际储备不充足、经济停滞,例如状态b所表示的经济情况就是汇率处于低估状态,国际储备不充足,但是经济处于非停滞状态。三种状态组合共衍生出7种不同情况,每种情况应对资本流出的政策选择依次为:

状态a:汇率低估、经济非停滞、储备充足

政策选择:在这种情况下由于经济处于非停滞状态,可通过提高利率应对资本流出;由于储备充足,也可以实施非冲销干预应对资本流出。

状态b:汇率低估、经济非停滞、储备不充足

政策选择:在这种情况下由于经济处于非停滞状态,可通过下调利率降低资本流出压力;由于储备资产不充足,不建议实施外汇干预。

状态c:汇率低估、经济停滞、储备不充足

政策选择:在这种情况下,汇率低估、储备不足、经济停滞,一国经济处于危机或接近危机状态,应实施资本流动管理措施应对资本流出。

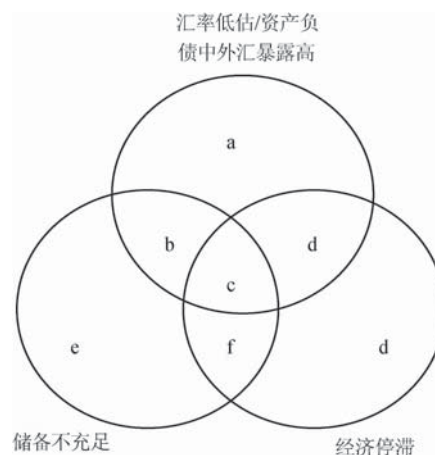


图2 资本流入下的宏观经济政策操作  
资料来源:IMF(2015)。

状态 d:汇率低估、经济停滞、储备充足

政策选择:此时由于储备充足、经济停滞,应进行冲销式外汇干预,防止对经济造成进一步收缩效应。

状态 e:汇率不低估、经济非停滞、储备不充足

政策选择:在国际储备不充足的情况下,可允许汇率适度贬值和提高利率应对资本流出。

状态 f:汇率不低估、经济停滞、储备不充足

政策选择:此时只能实施汇率适度贬值应对资本流出。

状态 g:汇率不低估、经济停滞、储备充足

政策选择:由于汇率不低估,此时可使用汇率适度贬值应对资本流出,同时储备充足亦可实施外汇干预,但是由于经济停滞,为防止造成进一步紧缩效应,应使用冲销式干预。

第三,在资本流出管理措施的具体使用上,国际货币基金组织指出应优先使用不基于居民歧视的措施。其中,基于居民的管理措施包括限制居民国外金融市场投资、限制非居民以外币形式进行的投资出售和利润汇回本国等。不基于居民的管理措施包括禁止转换和转移国内货币资产、限制存款提取等。

第四,资本流出管理措施的实施应该是暂时,一旦条件允许应即行退出。资本流出管理措施退出的正确时机依赖于一国特定的环境,当宏观经济稳定特别是与汇率、债务可持续性、金融稳定相关的条件达到时,就可以实施退出。退出战略需要详细设计,包括机制设计和动机、沟通、退出次序等:(1)宏观经济特别是汇率和债务可持续性达到稳定;(2)国内资产价格信心恢复;(3)该国可重新进入国际资本市场;(4)金融体系达到稳定;(5)具有充足的储备。与此同时,国际货币基金组织认为如果没有可信的宏观经济和金融部门政策支持,资本流出管理措施的效果将会很快消散,而如果资本流动管理措施一旦失效,也应移除这些措施。如果管制所引发的扭曲成本超过所带来的收益,资本管理措施也应该停止。

第五,应考虑到资本流出管理措施的多重影响。

### (三)国际资本流动的国际影响与政策协调

IMF(2011b)强调各国国内政策如何影响国际资本流动,以及在此情况下的国际协调与应对。基金组织共关注了三类政策:发达经济体的金融监管政策、发达经济体的货币政策以及新兴经济体在面对资本流入时采取的资本流动管理政策。

#### 1.发达经济体金融监管政策的影响

传统上,金融监管主要关注于国内层面的金融稳定,其虽然也会涉及到跨境交易,但是并未明确指向防范国际资本流动的风险。基金组织通过对过去危机案例的考察发现,国内金融监管并未完全解决与资本流动相关的风险,这导致了跨国金融风险压力的上升,并损害全球经济信心。因此,基金组织建议除完善国内金融监管框架外,还应积极加强国际金融监管合作,但是应注意各国监管框架进展的不一致性所造成的监管套利。

国际货币基金组织的具体建议包括:第一,完善和执行各国监管改革进程以增强国内和全球金融体系稳定。各国应建立相同(same)的监管政策,升级各国监管框架以和国际标准保持一致。第二,完善国内宏观审慎政策框架。有效的国内宏观审慎政策框架可以对微观审慎监管政策形成补充,同时加强宏观审慎政策和微观审慎政策的协调,以提高政策的有效性。第三,建立一个总体监管框架。该框架除了关注全球系统性重要金融机构外,还要进一步明确银行资本金并建立新的流动性准则等。第四,加强包括宏观审慎政策、全球系统性重要金融机构跨境清算(resolution)等领域的跨境协调。第五,在新的国际监管架构下加强各国国内监管框架改革。

## 2. 发达经济体货币政策的影响

国际货币基金组织指出主要发达经济体的货币政策为跨境资本流动带来非常大的影响,但是对于其传导的评估较为复杂,并带有一定的不确定性,与此同时,对于发达经济体货币当局来说,在保持货币政策关注国内政策目标的同时,完全消除跨境负面影响是非常困难的。因此,基金组织建议在可能的情况下应积极使用审慎政策和工具来消除发达经济体货币政策的负面外溢效应,例如加强对全球系统性重要金融机构的监管,有助于降低发达经济体货币政策扩张所带来的过度风险承担。与此同时,也可通过多边监督机制如基金组织传统的多边监督产品以及溢出报告(Spillover Reports)加强跨境政策协调与评估。

## 3. 资本流动管理措施的影响

国际货币基金组织指出,新兴经济体在面对急剧资本流入时采取的资本流动管理措施也会产生国际影响。一国采取资本流动管理措施时,会对处于相同环境下国家的资本流入带来影响。如一国通过采取资本管理抑制资本流入,这将降低该国的资产价格和资本流入,但是会对区域内另一国家带来相反的效果。然而,经验上对于这种影响的规模和方向并无定论。因此,如果一国单方面采取资本流动管理措施的国际负面效果小于该国获得的收益,那么就有理由支持该国实施资本流动管理。但是基金组织提醒,一方面目前对于资本流动管理所带来的国内收益评估仍然是不确定的,另一方面如果各国都实施单方面的资本流动管理,这将会增加国际资本流动的成本,从而令全球经济受损。

在这种情况下,国际货币基金组织强调应在以下几个方面加强资本流动管理的国际协调(IMF, 2012b)。

第一,加强资本流入国间、流入国与流出国间的政策协调。如果资本流动管理措施的使用会对其他资本流入国带来负向溢出,则一国应适度使用资本流动管理措施;资本流出国也应将资本流动的溢出效应内化于其货币政策和审慎政策中。

第二,加强金融部门的政策协调。应进一步推动国际金融监管的合作,例如加强处置计划的跨境合作,加强对于全球系统性重要金融机构的监管等。

第三,设计和执行新的宏观审慎政策框架。应加强国内政策制定者之间以及国内政策制定者与外国宏观审慎当局和国际组织的协调,这有利于降低对系统性风险监督的信息缺口,改善一国政策的跨国、跨部门效果。

第四,应尤其注意加强资本流出政策的国际协调。一国在危机或接近危机时期的资本流出将会对处于同样情况的国家产生溢出影响,一国此时如果采取资本流出管理措施将会导致其他国家也采取同样的措施,或刺激市场预期该国也将采取同样的措施。所以资本流出管理措施的国际溢出可能会更大,而全球和区域金融安全网的建设可以降低资本流出管理措施的使用的需要。

## 四、国际货币基金组织的资本自由流动框架

在逐步完善资本流动管理框架的基础上,国际货币基金组织再次考虑统一的资本自由流动框架。2005年,国际货币基金组织独立评估办公室(IMF-IEO)曾评估实施一个资本账户自由化的基金组织方法,但是由于在当时并没有凝聚起足够共识,这一框架并没有能够实施。2012年起,基金组织重拾这一工作,在资本流动管理框架的基础上,将资本自由流动框架进一步向前推进。

国际货币基金组织一直努力建立一个统一的资本自由流动框架,其主要目的之一是为各国提供政策建议和技术指导时能够遵循统一的原则。IEO(2005)指出,20世纪90年代,尽管基金组织总体支持资本账户自由化而反对使用资本管制,但由于没有一个明确的官方指导原则,基金组织员工对各国提出的资本账户自由化建议并不一致。这种情况一直持续到现在。因此,基金组织一直

试图建立统一的资本账户自由化框架以指导各国实践。

通过吸收以往的经验教训,同时借助全球金融危机之后对于资本流动管理的重新认识,基金组织试图进一步完善其资本自由流动框架(IMF,2012a;2012b;2013)。

新的框架下,国际货币基金组织使用资本流动自由化(liberalization of capital flows)代替了原来的资本账户自由化(capital account liberalization)来描述消除国际资本流动障碍的过程。从广义范围来看,资本流动自由化是指消除所有有碍国际资本流动的措施,但基金组织指出这并不一定意味着不能暂时性采取资本流动管理措施。出于维护金融体系稳定或者国家安全的考虑,一国可以暂时性使用资本流动管理措施。

这一框架包括三个总体原则:首先,资本自由化的合意程度依赖于该国特殊的环境,特别应该注意该国是否在金融和制度发展方面达到一定的阈值(thresholds),也即资本自由流动的程度应与国内的能力建设相匹配。其次,完全自由化并不一定对所有国家在所有时期都适用。但是一国如果采取有序的方式,在从资本严格限制向进一步自由化迈进时是可以获益的。最后,对待自由化仍需谨慎,在某些情况下,在向自由化迈进的过程中,重新引入资本流动管理措施(包括但不限于资本管制)仍是需要的,但应考虑资本自由流动以及相关政策变化所带来的国际溢出影响。与此同时,应注意资本自由流动的次序。

在此基础上,这一框架建立了10个具体原则来指导自由化进程:(1)消除资本流动管制应建立在稳健和可持续宏观经济政策的背景之下;(2)应加强金融部门改革以支持和改善宏观经济稳定;(3)具有操作关联性、相辅相成的金融改革应同时执行;(4)审慎监管和金融重组政策(Financial Restructuring Policy)应对其他金融改革措施形成补充,以增强竞争效率和市场发展;(5)资本自由流动的工具和部门次序选择应考虑到相伴生的风险;(6)改革的步伐应考虑到非金融部门和其他实体的金融结构,以及对金融机构贷款和资本金的影响;(7)改革之前应进行充分的技术准备和能力建设;(8)改革应考虑到现有资本管制措施的有效性;(9)自由化的步伐、时机、次序应考虑到政治和地区条件;(10)进行政策透明度和数据发布的程序和制度安排。

在以上原则的指导下,这一框架将资本自由流动分为三个阶段。第一阶段主要是外商直接投资(FDI)流入自由化。由于FDI流入相比其他资本更为稳定,这阶段相对较易控制,通过引入国际会计标准、改善国内统计,以及完善国内货币政策框架和金融监管框架为下一步自由化奠定基础。第二阶段主要是FDI流出自由化、长期组合投资流动自由化,以及某些短期资本流动自由化。第三阶段消除所有妨碍资本自由流动的措施。这一阶段的能力建设更为严格,如国内金融市场的发展,对金融部门的监督完善等,以确保对国际资本流动的风险管理。

国际货币基金组织强调,资本自由流动并不意味着不能采取资本流动管理措施,在某种环境下临时性引入资本流动管理措施与资本流动自由化的整体战略并不冲突。当一国面临资本大幅流入或流出危机时,实施资本流动管理措施是合意的,但是这种政策的实施应是有限的和临时性的。另外,如果自由化的步伐超出一国经济的承受能力,这时也可以实施资本流动管理措施,直到宏观经济、

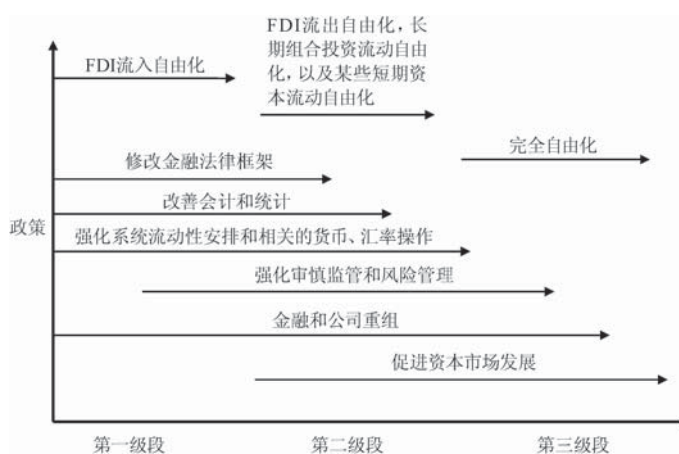


图3 资本自由流动的综合框架

资料来源:IMF(2012a)。

金融和治理政策与资本自由化程度相匹配。

在完善框架的基础上,国际货币基金组织在其监督框架内进一步加大了对于资本流动和相关政策的重视程度。2012年7月,基金组织采用新的《双边和多边监督决定》(综合监督决定),在双边监督和多边监督里增加了对资本账户相关问题的关注,也通过开发新的多边监督产品(如溢出报告)给予国际资本流动的推动因素给予关注。

## 五、各方立场与进一步的努力方向

国际货币基金组织建议对资本流动进行管理,并正式同意各国在必要时可引入资本管制,这显示基金组织自20世纪70年代以来对待资本管制的一贯态度已经发生了重大变化,这甚至被称为“全球金融领域一个时代的终结”(The End of an Era in Global Finance)(Rodrik,2010)。基金组织的资本流动管理框架受到一些国家的欢迎与支持,但是仍有一些国家特别是发展中国家对此持保留态度。

第一,部分国家特别是发展中国家对于国际货币基金组织介入一国资本管理仍然表示担心。例如Gallagher(2011b)指出发展中国家欢迎基金组织对待资本管制态度的转变,但是他们不希望基金组织作为管理人来指导发展中国家什么时候可以或不可以使用资本管制。巴西的态度也许具有一定的代表性。巴西前财政部长曼特加(Guido Mantega)指出基金组织对于资本流动管理的政策框架建议既不必要又缺乏公平性(Evenhandedness),其忽视了对主要发达经济体政策的关注,而这正是导致大规模无序资本流动的罪魁祸首。为此,曼特加表示“我们反对用任何指导原则、框架或‘行为准则’,来直接或间接地约束面临不稳定资本流入急剧增加国家的政策反应”<sup>①</sup>。除巴西外,印度、泰国等国也对国际货币基金组织的资本管理框架提出了质疑。作为发展中国家处理国际金融事务的重要政府间组织,二十四国集团(G24)对国际货币基金组织资本流动管理框架也提出抵制。二十四国部长强调国际货币基金组织应该采用开放和公平的方法将资本流出国特别是系统性重要金融中心也纳入到资本流动管理框架中,因此,其并不认可基金组织建议的管理框架,同时也反对把这一框架纳入到基金组织监督中去。二十四国集团建议,面对资本的急剧流入,各国政策制定者应该拥有足够的灵活性和自主性来选择他们认为合适和有效的应对方法<sup>②</sup>。再比如对于资本流出管理框架,在2012年4月执董会的讨论中,部分执董认为由于未能对资本流动有更为深入的理解,采用任何资本流出管理框架都为时尚早<sup>③</sup>。

第二,部分国家(主要是发达经济体)继续对资本管制的使用表示担心。在对资本流入管理框架的讨论中,如美国前财政部长盖特纳(Timothy F. Geithner)认为国际货币基金组织提出的资本流入政策框架为成员国管理资本流入提供了清晰和透明的建议指导,其同意基金组织对资本流动管理的政策组合架构,但仍强调资本管制作为暂时和缺乏效率的工具应该最后实施。2012年12月,在资本流动自由化的讨论中,部分执董强调维持资本管制无论是对于一国本身还是对于其他国家和国际体系总体都是有成本的<sup>④</sup>。

① Statement by Guido Mantega Minister of Finance, Ministerio da Fazenda, Brazil. <https://www.imf.org/External/spring/2011/imfc/statement/eng/bra.pdf>, April 16, 2011.

② Intergovernmental Group of Twenty-Four on International Monetary Affairs and Development Communiqué. <http://www.imf.org/external/np/cm/2011/041411.htm>. April 14, 2011.

③ IMF Executive Board Discusses Liberalizing Capital Flows and Managing Outflows, Public Information Notice (PIN) No. 12/42, May 4, 2012.

④ IMF Executive Board Discusses The Liberalization and Management of Capital Flows—An Institutional View Public Information Notice (PIN) No. 12/137, December 3, 2012.

第三,对于资本流动自由化框架仍未达成完全一致意见。在2012年4月的讨论中,部分执董仍对完全自由化带来的收益不太信服,也有执董并不完全同意实施完全资本账户开放是一个长期目标。因此,多数执董认为在没有更多国家经验支撑的基础上,采用任何框架都是不成熟的<sup>①</sup>。

第四,多数国家强调对于资本流动供给侧和需求侧应同时进行管理。在国际货币基金组织内部讨论中,多数执董要求基金组织继续对资本流动的推动因素进行分析,对资本来源国与流入国采取更为平等均衡的分析方法。执董们认为推动因素和拉动因素在促进资本流动中的作用同等重要,资本来源国的政策应给予更多关注,其在促进国际货币体系稳定中发挥着更为重要的作用,政策制定者应更好地将其政策风险内部化。

总体来看,国际货币基金组织对待资本流动的立场并没有完全变化。基金组织总体仍强调应促进支持资本自由流动,在其研究报告中,基金组织多次反复指出,资本流动可通过提升效率、增强金融部门竞争力、促进生产性投资和消费平滑等渠道为一国带来好处。也正是基于此,在2005年试图建立一个统一的资本自由流动框架未果之后,从2012年开始,基金组织重新开始推动这项工作。这与国际货币基金组织协定第四条款下关于成员国的一般义务框架整体也是一致的。

然而,相比此前,国际货币基金组织对于资本流动的立场显得更为灵活和富有弹性。基金组织虽然指出资本自由化可以令一国获益,但是其也指出,这是需要一定“门槛”的,需要国内相应的金融和制度支撑。同时,基金组织也允许各国在一定条件下实施资本流动管理,而不是此前一味地追求资本自由流动。与此同时,基金组织还颇有心地对相关术语进行了修正,如使用资本流动自由化来代替资本账户自由化,再如使用资本流动管理措施来涵盖资本管制等。前者的使用有利于消除发展中国家对相关词汇的不愉快回忆,而后者的使用则可以在一定程度上缓解发达经济体对资本管制的担忧。

在前期工作的基础上,国际货币基金组织的资本流动管理框架在以下几个方面仍有待完善。第一,关于资本流动管理措施的启用条件。基金组织指出虽然各国可以根据一定的情况实施资本流动管理措施,但是对于相关工具的启动条件却没有明确界定或很难确定。例如对于资本流入管理措施,基金组织认为只有当出现大规模资本流入时才可以使用,但是如何界定大规模流入,不同情形下可能会完全不同。再比如对于资本流出管理措施,基金组织认为只有在危机或接近危机爆发的条件下才可以使用,而对于危机的界定或预警一直是一个难点。因此,考虑到对于本国经济情况的了解,对于相关工具的使用各国政府应具有较大的自主性和灵活性。

第二,对于资本流动管理工具的实施次序。各国大都原则同意国际货币基金组织资本流动管理的三个政策工具:宏观经济政策、宏观审慎监管政策和资本管制。但基金组织强调宏观经济政策应该是首位或基础性的,资本流动管理措施应该是暂时性和过渡性的。但是在何种情况下使用何种工具以及使用次序可能引发不同争议。例如宏观经济政策的三个状态变量分别是汇率状态(低估还是高估)、国际储备状态(充足还是匮乏)、经济运行状态(过热还是过冷),可根据不同的状况实施不同的政策组合以及决定是否可以实施资本流动管理措施,然而均衡汇率水平和合意储备水平历来是国际经济学的两个难题,基金组织以这两个难以达成一致的状态变量作为判断依据,无疑是加大了政策操作的难度,也为各国未来无休止的政策争吵埋下了隐患。

第三,对资本来源国的政策溢出效应管理仍有待加强。从2005年试图建立资本流动自由化统一框架开始,国际货币基金组织一直强调对资本来源国的政策溢出加强管理。在本轮资本流动管理框架改革中,基金组织也一直强调发达经济体的货币政策和金融监管政策对国际资本流动正造成越来越大的影响。与此同时,基金组织也通过多边监督产品《溢出报告》等来加强对资本推动因

<sup>①</sup> IMF Executive Board Discusses Liberalizing Capital Flows and Managing Outflows, Public Information Notice (PIN) No. 12/42, May 4, 2012.

素的监督。但是总体上,基金组织在这方面并没有提出具体的建议,因此大部分成员国都要求基金组织应该实施更为平衡和公平的资本流动管理框架,尤其应加强对于重要国际货币发行国和重要国际金融中心的监督。

第四,进一步加强国际资本流动管理的国际协调。在当前经济金融全球化不断深化的背景下,无论是国际资本流动本身还是相应的国际资本流动管理政策都具有极大的国际溢出影响。目前,存在着一系列的双边、地区和国际安排对国际资本流动进行监管,但是在全球层面并无一个统一规则。未来如何加强资本流动(包括管理政策)的溢出管理,如何加强资本流出国与流入国之间的协调,从而使得各国最大享受资本流动带来的好处、最小化其负面影响,这是各国都需要考虑的问题。

#### 参考文献

- 吉尔平,罗伯特(2006):《全球政治经济学:解读国际经济秩序》,上海人民出版社。
- Ariyoshi, A., K. Habermeier, B. Laurens, I. Otker-Robe, J. Canales-Kriljenko and A. Kirilenko (2000): “Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization”, IMF Occasional Paper, 190.
- Bakker, A. and B. Chapple (2002): “Advanced Country Experiences with Capital Account Liberalization”, IMF Occasional Paper, 214.
- FSB (2011): “Macprudential Policy Tools and Frameworks—Update to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors”, <http://www.bis.org/publ/othp13.htm>.
- Gallagher, K. (2010): “Capital Control Back in IMF Toolkit”, <http://www.guardian.co.uk/commentisfree/cifamerica/2010/mar/01/imf-capital-controls>.
- Gallagher, K. (2011a): “Regaining Control? Capital Controls and the Global Financial Crisis”, Political Economy Research Institute Working Paper Series, No. 250.
- Gallagher, K. (2011b): “The IMF, Capital Controls and Developing Countries”, *Economic & Political Weekly*, 46, 12–16.
- IEO (2005): “The IMF’s Approach to Capital Account Liberalization”, Washington: International Monetary Fund.
- IEO (2015): “The IMF’s Approach to Capital Account Liberalization”, Washington: International Monetary Fund.
- IMF (2007): “World Economic Outlook (October)”, Washington: International Monetary Fund.
- IMF (2010a): “Global Financial Stability Report (April)”, Washington: International Monetary Fund.
- IMF (2010b): “The Fund’s Role Regarding Cross-Border Capital Flows”, Washington: International Monetary Fund.
- IMF (2011a): “Recent Experiences in Managing Capital Inflows: Cross-Cutting Themes and Possible Framework”, Washington: International Monetary Fund.
- IMF (2011b): “The Multilateral Aspects of Policies Affecting Capital Flows”, Washington: International Monetary Fund.
- IMF (2012a): “Liberalizing Capital Flows and Managing Outflows”, Washington: International Monetary Fund.
- IMF (2012b): “The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View”, Washington: International Monetary Fund.
- IMF (2013): “Guidance Note for the Liberalization and Management of Capital Flows”, Washington: International Monetary Fund.
- IMF (2015): “Managing Capital Outflows—Further Operational Considerations”, Washington: International Monetary Fund.
- Krugman, P. (1999): “O Canada A Neglected Nation Gets Its Nobel”, *Slate Magazine*, October 19.
- Lipsky, J. (2009): “Building a Post-Crisis Global Economy—An Address to the Japan Society”, <http://www.imf.org/external/np/speeches/2009/121009.htm>.
- Moggridge, D. (1980): *The Collected Writing of John Maynard Keynes, Vol. XXV: Activities 1940–1944, Shaping the Post-War World: The Clearing Union*, London: MacMillan and Cambridge University Press.
- Ostry, J., A. Ghosh, M. Chamon and M. Qureshi (2011a): “Capital Controls: When and Why?” *IMF Economic Review*, 59, 562–580.
- Ostry, J., A. Ghosh, K. Habermeier, L. Laeven, M. Chamon, M. Qureshi and A. Kokenyne (2011b): “Managing Capital Inflows: What Tools to Use?” IMF Staff Position Note, SPN/11/06.
- Ostry, J., A. Ghosh, K. Habermeier, M. Chamon, M. Qureshi and D. Reinhardt (2010): “Capital Inflows: The Role of Controls”, IMF Staff Position Note, SPN/10/04.
- Rodrik, D. (2010): “The End of an Era in Finance”, *Project Syndicate*, March 11.
- Ruggie, J. (1982): “International Regimes Transactions, and Change: Embedded Liberalism in the Postwar Economic Order”, *International Organization*, 36, 379–415.
- Tseng, W. and R. Corker (1991): “Financial Liberalization, Money Demand, and Monetary Policy in Asian Countries”, IMF Occasional Paper, 84.

(责任编辑:罗 滢)